

# 现金流实现明显改善， 上半年业绩符合预期

## 核心观点

Q2 单季收入利润增长有所放缓推测主要受到终端需求变化、公司发货节奏等因素影响。整体来看，公司收入端延续稳健增长，盈利能力保持稳中有升，经营趋势稳健，H1 业绩符合预期。除此之外，公司近两年均实现大比例分红，有望促进公司长期健康发展，持续提振市场信心。随着公司聚焦“增长·突破”管理主题，推动“1238”战略高效落地，看好公司长期高质量发展。

## 事件

### 公司发布 2025 年半年度报告

8 月 21 日晚，公司发布 2025 年半年度报告，实现营业收入 30.51 亿元，同比增长 11.02%；实现归母净利润 8.18 亿元，同比增长 10.74%；实现扣非归母净利润 7.88 亿元，同比增长 12.58%；业绩符合我们此前预期。

根据公司 25 年 H1 利润分配预案，拟向全体股东每 10 股派发 12.69 元（含税），总额约为 8.17 亿元，占归母净利润 99.94%。

## 简评

经营趋势稳健，业绩符合预期

### 重要财务指标

|           | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 4,715 | 5,921 | 6,663 | 7,622 | 8,745 |
| YoY(%)    | 16.7  | 25.6  | 12.5  | 14.4  | 14.7  |
| 净利润(百万元)  | 1,151 | 1,557 | 1,773 | 2,067 | 2,407 |
| YoY(%)    | 47.5  | 35.3  | 13.8  | 16.6  | 16.5  |
| 毛利率(%)    | 70.2  | 72.4  | 73.5  | 74.1  | 74.6  |
| 净利率(%)    | 24.4  | 26.3  | 26.6  | 27.1  | 27.5  |
| ROE(%)    | 10.7  | 15.1  | 15.9  | 17.0  | 18.1  |
| EPS(摊薄/元) | 1.79  | 2.42  | 2.75  | 3.21  | 3.74  |
| P/E(倍)    | 27.5  | 20.3  | 17.9  | 15.3  | 13.2  |
| P/B(倍)    | 3.0   | 3.1   | 2.8   | 2.6   | 2.4   |

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 东阿阿胶 (000423.SZ)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070006

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070009

发布日期：2025 年 9 月 5 日

当前股价：49.17 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月         | 3 个月          | 12 个月        |
|--------------|---------------|--------------|
| -4.58/-10.98 | -11.08/-24.01 | -4.47/-41.40 |

12 月最高/最低价 (元) 63.30/45.21

总股本 (万股) 64,397.68

流通 A 股 (万股) 64,301.81

总市值 (亿元) 316.64

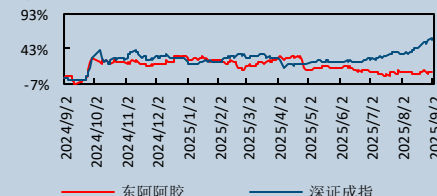
流通市值 (亿元) 316.17

近 3 月日均成交量 (万) 762.78

主要股东

华润东阿阿胶有限公司 23.50%

### 股价表现



2025 年 H1, 公司实现营业收入 30.51 亿元, 同比增长 11.02%; 实现归母净利润 8.18 亿元, 同比增长 10.74%; 实现扣非归母净利润 7.88 亿元, 同比增长 12.58%; 收入、利润两端在核心产品带动下延续稳健增长趋势。Q2 单季实现营业收入 13.32 亿元, 同比增长 2.91%; 实现归母净利润 3.93 亿元, 同比增长 2.01%; 实现扣非归母净利润 3.71 亿元, 同比增长 0.07%; 单季收入利润增长有所放缓推测主要受到终端需求变化、公司发货节奏等因素影响。**整体来看, 公司收入端延续稳健增长, 盈利能力保持稳中有升, 经营趋势稳健, H1 业绩符合预期。**

### 阿胶系列延续稳健增长, 渠道库存处于良性水平

2025 年 H1 分产品来看: **1) 阿胶及系列产品:** 实现收入 28.45 亿元, 同比增长 11.50%, 毛利率为 74.83%, 同比减少 0.53pp, 盈利能力基本保持稳定; 其中**①阿胶块:** 聚焦核心资源, 系统启动精准营销项目, 打造资源型单品, 预计销量保持稳健增长; 除此之外, 公司积极推进数字化营销、大力推广阿胶便利化剂型, 逐步拓展阿胶应用领域, 阿胶粉增长潜力持续释放。**②复方阿胶浆:** 大品种战略全面落地, 实现“品牌+动销+学术”三位一体, 保持 OTC 补气补血领导地位, 预计实现稳健增长。**③桃花姬:** 明星代言持续赋能, 渠道方面精准发力, 预计受到健康消费品事业部重塑调整等因素影响短期有所承压, 随着组织优化逐步接近尾声、渠道方面成功进驻山姆会员店, 有望逐步恢复较好增长。**2) 其他药品及保健品:** 实现收入 1.42 亿元, 同比增长 7.06%, 毛利率为 66.30%, 同比减少 0.10pp, 盈利能力基本保持稳定; 公司全面推广“皇家围场 1619”、壮本、遇元气系列产品, 系统性构筑第二增长曲线, 上半年“皇家围场 1619”实现翻倍高速增长。**整体来看, 公司产品渠道库存处于良性水平, 终端纯销平稳推进、保持良好。**

### 展望 25 年: 聚焦“增长·突破”管理主题, 看好长期高质量发展

2025 年公司聚焦“增长·突破”管理主题, 推动“1238”战略高效落地。从具体经营节奏上来看, 随着公司产品势能不断提升, 东阿阿胶块市场份额有望持续增长, 推动阿胶块产品增长稳健; 复方阿胶浆大品种战略全面落地、医保解限逐步推进、癌因性疲乏循证医学研究持续完善、叠加统筹逐步贡献部分增量, 有望保持稳健增长趋势; 桃花姬阿胶糕品牌及渠道重塑成效逐步显现, 已经成功进驻山姆会员店, 或将贡献额外增量。在其他药品及保健品方面, 公司全面推广“皇家围场 1619”、壮本、遇元气系列产品, 系统性构筑第二增长曲线, 未来几年有望逐步为公司业绩带来增量贡献。考虑到公司持续推进费用精细化管控, 利润端有望在高基数基础上维持相对稳健。

### 经营性现金流改善明显, 其余财务指标基本正常

2025 年 H1, 公司综合毛利率为 73.13%, 同比减少 0.41 个百分点, 基本保持稳定。销售费用率为 33.79%, 同比减少 2.60 个百分点, 控费效果理想; 管理费用率为 6.06%, 同比增加 1.18 个百分点, 主要由于公司持续引进关键管理岗位人才和科技研发外部优秀人才; 研发费用率为 2.62%, 同比增加 0.26 个百分点, 持续加大研发投入。经营活动产生的现金流量净额同比增长 4.70%, 同环比实现明显修复; 投资活动产生的现金流量净额同比增长 473.91%, 主要是 6 月底收回到期理财产品; 筹资活动产生的现金流量净额同比增长 35.72%, 主要由于本期分红资金支付减少以及限制性股票实施现金流入。其余财务指标基本正常。

### 盈利预测及投资评级

我们认为: 1) 公司作为阿胶行业龙头, 品牌壁垒深厚, 随着公司积极整合营销队伍, 推动品牌价值重塑, 逐步拓展阿胶应用领域, 有望引领中式滋补品类发展; 2) 公司积极转变战略布局, 以改革创新为基, 以营销改革为辅, 经营质量逐步改善, 除旧布新未来可期, 叠加公司第一期股权激励草案出台, 为公司发展奠定长期信心, 看好公司长期健康发展。因此, 我们预计公司 2025 - 2027 年实现营业收入分别为 66.63 亿元、76.22 亿元和

87.45 亿元，归母净利润分别为 17.73 亿元、20.67 亿元和 24.07 亿元，折合 EPS（摊薄）分别为 2.75 元/股、3.21 元/股、3.74 元/股，对应 PE 分别为 17.9 倍、15.3 倍及 13.2 倍，维持“买入”评级。

## 风险分析

1) 产品推广不达预期：公司加大销售投入，若产品推广不及预期，将会影响销售收入进而影响公司利润；  
2) 集采降价风险：公司系列核心产品可能会进一步进入集采名单，降低产品价格，压缩产品利润，进而影响公司盈利预期；  
3) 原材料及动力成本涨价风险：公司原材料价格上涨将会导致成本压力上升，进而影响公司利润表现；  
4) 医院诊疗量恢复不及预期：疫后居家诊疗逐渐得到推广，医院诊疗量或许会受到影响，从而影响处方药的销售，进而影响公司整体利润。

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

### 刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO等细分领域。2024年、2023年、2022年、2021年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

### 袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021年加入中信建投证券研究发展部，主要负责中药、医美、医药商业、全球视野研究等细分领域，2024年、2023年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名团队核心成员。

### 沈兴熙

医药行业分析师，武汉大学健康经济学硕士，2023年加入中信建投证券研究发展部医药团队，主要覆盖基因检测、药店、医药流通、中药及商保板块。

**评级说明**

| 投资评级标准   |      | 评级   | 说明            |
|--|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅 15%以上    |
|  |      | 增持   | 相对涨幅 5%—15%   |
|  |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|  |      | 减持   | 相对跌幅 5%—15%   |
|  |      | 卖出   | 相对跌幅 15%以上    |
|  | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上    |
|  |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|  |      | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上    |

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话: (8610) 56135088  
 联系人: 李祉瑶  
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话: (8621) 6882-1600  
 联系人: 翁起帆  
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话: (86755) 8252-1369  
 联系人: 曹莹  
 邮箱: caoying@csc.com.cn

**中信建投(国际)**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话: (852) 3465-5600  
 联系人: 刘泓麟  
 邮箱: charleneliu@csci.hk